



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备

刘波

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001  
(8621) 2032 8929  
bo.liu@bocigroup.com

\*游家训为本报告重要贡献者

# 平高电气向“集约化”发展模式靠拢

**事件:** 平高电气(600312.SS/人民币 8.49, 买入)5月29日发布公告: 公司拟与中国电力财务有限公司(下称“中电财”)签订《金融服务协议》, 由中电财为公司提供存款业务、结算业务、贷款及融资租赁业务、办理票据承兑及贴现、承销公司债券、提供担保、办理财务和融资顾问、信用签证及相关的咨询、代理业务等金融服务。

**结论:** 平高电气与中电财签订《金融服务协议》, 标志着公司融入国网公司资金管理平台, 也是公司向国家电网公司“集约化”发展模式进一步靠拢的信号, 长期来看, 将对公司的规范经营、提高效率产生积极影响。未来, 公司作为国网直属产业集团的企业治理的步伐可能还将加快。综合考虑公司经营业绩及行业竞争态势, 维持 10.00 元目标价及**买入**评级。

**点评:**

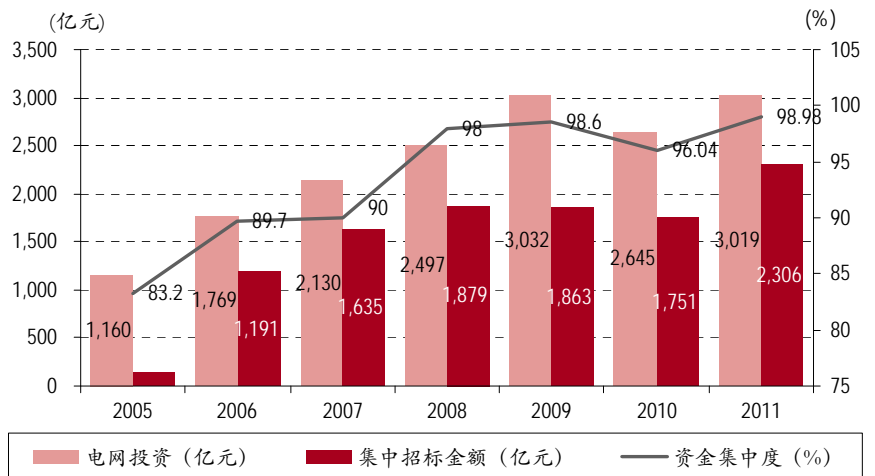
## 加快向集约化发展转变

公司在 2009 年进入国网公司体系, 但公司作为二三线区域的制造型企业, 在公司经营、企业文化、运转效率等多个方面与国网公司有很大的差距, 也与原国网公司直属体系的企业有一定差距。

尽管公司早先在中电装备集团旗下也有一些关于向“集约化”发展模式转变的举措, 但公司真正开始在人、财、物管理及企业文化建设上向国网公司靠拢的时间或许并不太久。

中电财是国网电网公司资金管理的统一平台, 负责国网公司体系内资金归集、预算结算、账户/资金监控等职能, 公司与中电财的金融服务合作, 标志着公司在顺应“三集五大”发展模式尚迈出了重要的一步。

图表 1. 国网体系资金集中程度历史分析



资料来源: 中银国际研究

注: 国网资金集中度指国网公司内部各口径资金按照“三集”标准归并的程度; 其中大部分资金在中电财平台进行归并与管理。

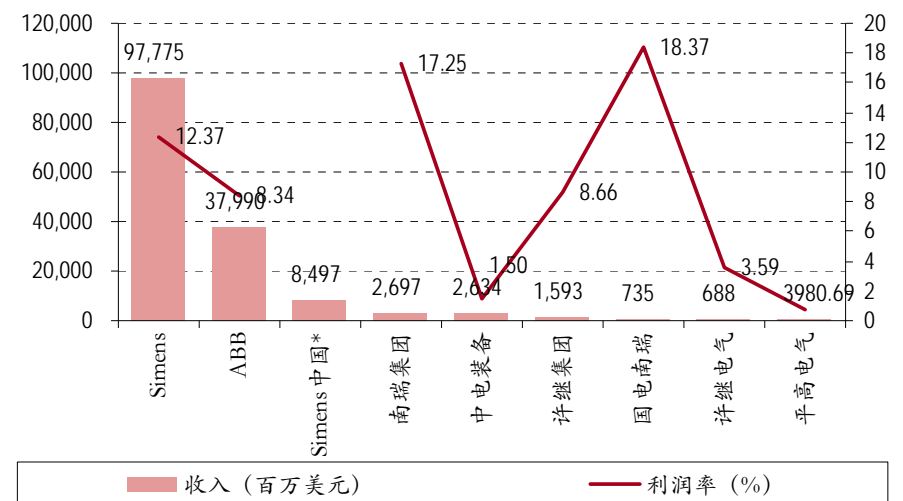
### 积极影响将长期发酵

公司加入国网体系资金管理统一平台，有利于充分利用国网电网公司集团化经营的优势，降低公司资本成本，提高效率。从公司与中电财合作协议的定价原则看，也对公司有利。

尽管公司的盈利情况受行业性影响很大，但通过与国内外及国网体系下同类企业对比，可见公司及原中电装备集团层面在成本控制、效率提升方面还有很大的挖掘空间。

从国家电网公司直属产业治理、集约化发展模式的大战略来看，公司发展逐步顺应国家电网公司“集团化经营、集约化发展、精益化管理、标准化建设”模式对公司自身在规范经营、提高效率方面的积极影响可能长期持续发酵。

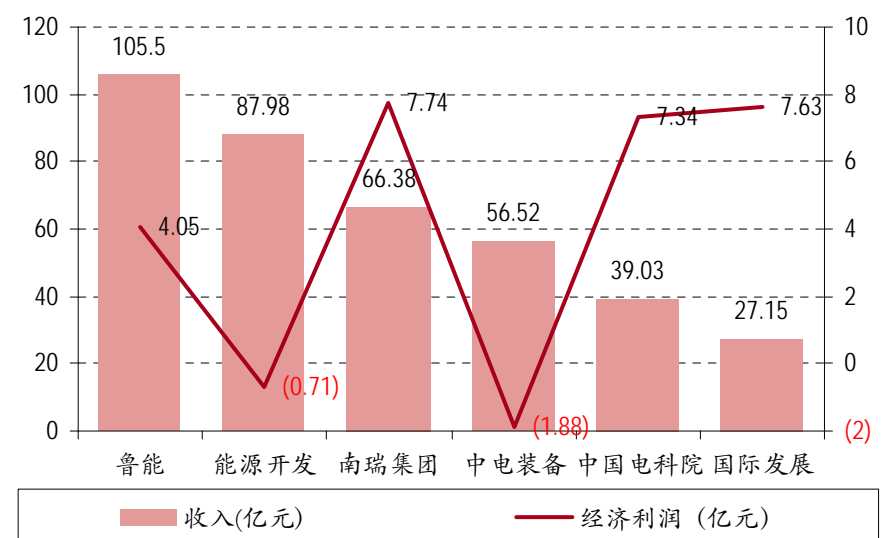
图表 2.2011 年国内外电力装备集团企业经营情况对比



资料来源：中银国际研究

注：西门子公司为统计年统计数据

图表 3.国网体系内设备主要直属企业 2011 年半年期业绩对比



资料来源：中银国际研究

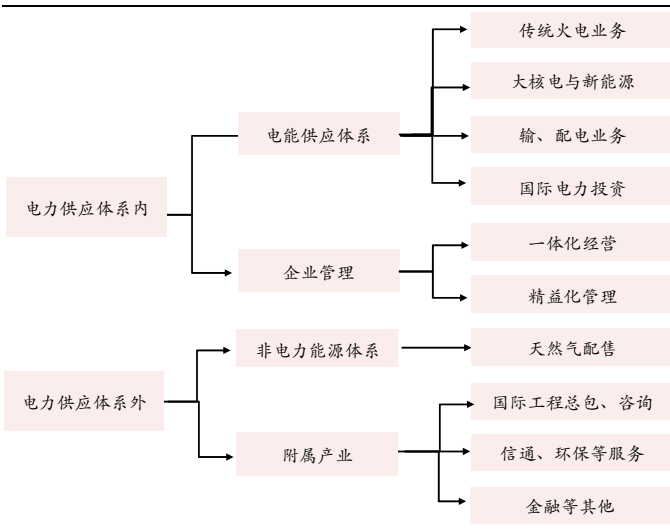
根据相关股东大会及公开资料整理

### 国网直属产业战略背景

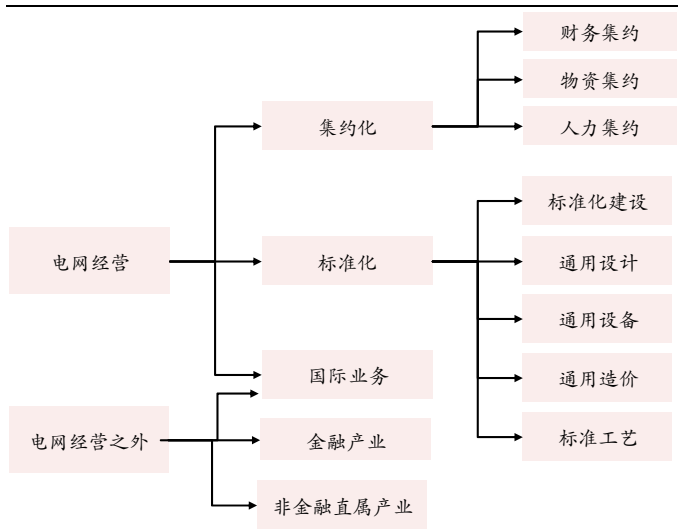
从国外能源公司与电网企业的发展模式来看，规模扩张与效益提升无非“内”、“外”两个方向。对“内”即向行业上下游扩充，开展发电、输电、配电一体化业务，发展核电、水电、风电、光伏等能源，同时采取集约化、精益化管理，降低电能供给整个供应体系的成本。对“外”主要是向其余能源体系特别是天然气能源扩充，并通过国际工程、咨询业务在国外市场获取利润。

国网公司在 EVA 考核体系下，在提高收益质量方面有很多的可借鉴之处，但由于国内能源体系的行业分工及严格的电价管制，电网公司在现有电网经营主业上存在天花板；因而充分利用资源及技术优势，挖掘金融与直属产业，同时开拓海外市场则是公司的重要利润支撑点。可以预见的是，对金融及直属产业的治理与整合，是在今后相当长的时期内国网公司的重要发展战略。

图表 4-1. 国外电网企业发展战略



图表 4-2. 国网公司发展战略



资料来源：中银国际研究

### 公司战略定位

公司及集团的战略定位趋于清晰，即成为国网体系内最专业的交、直流开关（含 GIS 及敞开式）企业及核心零部件（目前主要含绝缘拉杆、操动机构、密度继电器等）制造企业。

公司（集团公司）从中电装备划归产业部之后，成为与南瑞集团、许继集团同级别的企业集团，独立自主性要大大加强，由于与上述公司同业竞争很少，发挥空间较灵活。尽管公司可能直接面临国网公司比较严格的考核与管理，但总体而言，无论是从企业经营还是资本运作层面来讲，对平高电气与平高集团的积极影响要更多。

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371